

Disclosure of the Chinese
Companies IPO and Refinancing Refusal

证券时报社有限责任公司 编著
深圳市怀新企业投资顾问有限公司

中国公司 IPO和再融资被否原因

揭秘



经济科学出版社
Economic Science Press

中国公司 IPO 和再 被否原因揭秘

证券时报社有限责任公司 编著
深圳市怀新企业投资顾问有限公司

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国公司 IPO 和再融资被否原因揭秘 / 证券时报社有
限责任公司, 深圳市怀新企业投资顾问有限公司编著.

—北京: 经济科学出版社, 2011. 9

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0941 - 2

I. ①中… II. ①证… ②深… III. ①上市公司 - 融
资 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 165163 号

责任编辑: 卢元孝

责任校对: 康晓川 杨 海

版式设计: 齐 杰

技术编辑: 王世伟

中国公司 IPO 和再融资被否原因揭秘

证 券 时 报 社 有 限 责 任 公 司
深 圳 市 怀 新 企 业 投 资 顾 问 有 限 公 司 编 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 15.25 印张 300000 字

2011 年 9 月第 1 版 2011 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0941 - 2 定价: 38.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

《中国公司 IPO 和再融资被否原因揭秘》

编委会

主 编：温子健

编委会委员：田迎春 周志勇 王金栋 宫云涛

成孝海 张志勇 高峰 朱伟军

于云江 朱 丽

执行主编：成孝海 张志勇

《中国公司 IPO 和再融资被否原因揭秘》

作者名单

(按照姓氏笔画排序)

马宇飞 关心桥 孙清岩

杨洪涛 涂建功

前 言

中国资本市场作为改革开放的产物，一开始就站在市场经济改革与发展的最前沿，经历了由试点到逐步推广、由不成熟到逐步完善的发展过程。中国资本市场一直在改革中发展前进，曾经一度陷入怪圈：一方面，在股权分置的局面下，企业使尽浑身解数上市圈钱；另一方面，以中国移动、中国石油为代表的最为赚钱的一批大型国有企业却纷纷转向海外上市。不仅如此，在中国经济取得快速增长的同时，股票市场却明显“错位”地跌入低谷。股权分置改革、新股发行体制改革、中小企业板与创业板建立等制度性变革，为中国资本市场化解了与生俱来或后天积累的种种系统性风险，中国资本市场正逐步走向成熟。如今，沪深证券交易所携手告别蹒跚学步的婴儿时代和懵懂幼稚的少年时代，步入了日渐成熟的青年时代，2010年沪深交易所已经超过美、欧、日等成熟资本市场，成为全球资金募集规模最大的IPO市场。中央“十二五”规划建议更是强调，要深化金融体制改革和要素市场改革，加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场。

IPO是企业发展到一定阶段的重要选择，再融资是促进企业发展的重要手段。企业可以通过IPO和再融资筹集到巨额资金，实现了经营规模的快速扩张和经营业绩的显著提升。创业板的建立，进一步完善了资本市场结构，为中小型创业企业，特别是中小型高科技企业上市融资提供了平台。企业更为关注的一个问题是，如何才能让自身的IPO及再融资之路走得更为顺畅。IPO及再融资是一项复杂的系统工程，特别是IPO，需要企业长期的多方面准备。理清发审委的审核思路及审核重点，吸收借鉴被否企业的经验教训，才能使前期准备工作有的放矢，更具针对性，从而提高过会概率。分析总结被否原因，探究审核重点，为拟上市公司IPO闯关及上市公司再融资过会提供解决问题的思路，是本书的主要目的。

本书具有以下几大特色：

1. 实用性强。本书以实用性为出发点，采用了大量的案例，通过案例解读法律法规，通过案例理清发审委的审核思路及审核重点，并对多个具有代表性的

案例进行了深入分析，针对性、可借鉴性强。

2. 时间跨度较长。本书选取的时间跨度是2007年至2011年6月，整理分析了这一时间段内所有IPO及再融资被否企业的基本情况与被否原因，较长的时间周期让我们能更容易看清发审委的审核思路及审核重点。本书之所以选择2007年以来的被否案例进行归纳分析，是因为在2006年中国证监会相继出台了《首次公开发行股票并上市管理办法》、《上市公司证券发行管理办法》和《证券发行与承销管理办法》，而这三个管理办法统一和完善了我国新股发行和再融资方面的法律法规，并且一以贯之至今，便于我们了解和明晰监管层的审核思路，一定程度上具有可比性。

3. 覆盖面广。本书涉及IPO及再融资两大部分，在综合分析IPO及再融资被否原因的基础上，给出了拟上市公司如何成功IPO、上市公司如何成功再融资的思路和建议。

本书分为6章。第1章主要对中国资本市场及全书内容做概括性论述，第2章主要讨论中国公司IPO被否原因，第3章主要讨论中国上市公司再融资被否原因，第4章在IPO被否原因的基础上对拟上市公司如何成功IPO进行分析和总结，第5章在再融资被否原因的基础上对上市公司如何成功再融资进行分析和总结，第6章为附录，对2007年至2011年6月底IPO及再融资被否公司的基本情况及被否原因进行汇总。

尽管编者本着严谨务实、认真规范的态度，但回看全稿，仍感粗糙浅薄，问题不少。时间短促、资料不全，是其原因之一，而编者水平不高，力不从心，则是主要的因素。不足及不当之处，敬请同行专家和读者批评指正。

编者

2011年7月

目 录

1 导论	1
1.1 中国股票发行制度演变	2
1.1.1 中国股票发行监管制度演变	2
1.1.2 中国股票发行方式演变	3
1.1.3 中国股票发行定价演变	4
1.2 保荐制后我国历年融资情况	8
1.2.1 2006~2011 年首发情况	8
1.2.2 2006~2011 年上市公司再融资情况	9
1.3 IPO 及再融资审核程序	10
1.3.1 IPO 审核程序	11
1.3.2 再融资审核程序	12
1.4 发审委制度重大改革以来发审委会议否决情况	13
1.5 几个相关概念	14
2 IPO 被否原因分析	15
2.1 综述	15
2.2 IPO 被否原因分类	17
2.2.1 拟上市公司的主体资格问题	17
2.2.2 拟上市公司的独立性问题	20
2.2.3 拟上市公司规范运作问题	22
2.2.4 拟上市公司财务会计问题	24
2.2.5 持续盈利能力或成长性存在重大不确定性	26
2.2.6 拟上市公司募集资金运用问题	29
2.2.7 拟上市公司信息披露问题	31
2.3 主板被否原因分析	32
2.3.1 主板被否原因统计分析	32
2.3.2 主板被否典型案例分析	33

2.4	中小板被否原因分析	35
2.4.1	中小板被否原因统计分析	36
2.4.2	中小板被否典型案例分析	39
2.5	创业板被否原因分析	42
2.5.1	创业板被否原因统计分析	42
2.5.2	创业板被否典型案例分析	44
2.6	二次上会通过公司分析	47
2.6.1	二次上会通过公司统计分析	47
2.6.2	二次上会通过典型案例分析	49
2.7	暂缓上市后恢复上市典型案例分析	54
2.7.1	福建星网锐捷通讯股份有限公司	55
2.7.2	武汉高德红外股份有限公司	57
2.7.3	河南新大新材料股份有限公司	58
2.8	暂缓上市后撤销核准典型案例分析	61
2.8.1	吉林通海高科技股份有限公司	61
2.8.2	宁波立立电子股份有限公司	63
2.8.3	苏州恒久光电科技股份有限公司	65
2.8.4	湖南胜景山河生物科技股份有限公司	67
3	上市公司再融资被否原因分析	71
3.1	综述	71
3.2	再融资被否原因分类	74
3.3	公开增发被否原因分析	76
3.3.1	公开增发被否情况统计	76
3.3.2	公开增发被否典型案例分析	76
3.4	非公开发行被否原因分析	79
3.4.1	非公开发行被否情况统计	79
3.4.2	非公开发行被否典型案例分析	80
3.5	配股被否原因分析	84
3.5.1	配股被否情况统计	84
3.5.2	配股被否典型案例分析——哈空调配股被否案例分析	84
3.6	债券发行被否原因分析	86
3.6.1	债券发行被否情况统计	86
3.6.2	债券发行被否典型案例分析	87

4 拟上市公司如何成功 IPO	90
4.1 成功 IPO 的巨大诱惑	90
4.1.1 实现企业财富快速增长	90
4.1.2 提升企业核心竞争力, 实现持续发展	91
4.1.3 IPO 后企业快速发展案例分析	92
4.2 成功 IPO 的必经之路	94
4.2.1 企业改制	94
4.2.2 中介机构	97
4.2.3 财经公关	106
4.2.4 媒体	109
4.3 拟上市公司如何从上市被否案例中汲取经验	111
4.3.1 创业板	111
4.3.2 主板、中小板	117
4.4 拟上市公司需要满足的法律法规	122
5 上市公司如何成功再融资	126
5.1 中国上市公司再融资原因与必要性	126
5.1.1 中国上市公司再融资原因	130
5.1.2 中国上市公司再融资的必要性	132
5.2 如何选择合适的再融资方式	133
5.2.1 我国现存再融资工具	134
5.2.2 上市公司如何选择合适的再融资方式	135
5.2.3 从资本市场进行 8 次再融资的案例——深万科	138
5.3 上市公司如何从再融资被否案例中汲取经验	139
5.3.1 选择合适的再融资时机	139
5.3.2 选择合适的再融资方式	140
5.3.3 符合相关法律法规	141
5.3.4 再融资方案设计、发行程序合法合规	141
5.4 再融资需要满足的法律法规	141
5.4.1 上市公司证券发行管理办法	142
5.4.2 上市公司非公开发行股票实施细则	148
5.4.3 限制性行业及环保核查相关法规	149
6 附录	151
6.1 2007 年至 2011 年 6 月 30 日 IPO 被否企业汇总	151

6.1.1	2007 年 IPO 被否企业基本情况及被否原因	156
6.1.2	2008 年 IPO 被否企业基本情况及被否原因	168
6.1.3	2009 年 IPO 被否企业基本情况及被否原因	175
6.1.4	2010 年 IPO 被否企业基本情况及被否原因	184
6.1.5	2011 年 IPO 被否企业基本情况及被否原因	205
6.2	2007 年至 2011 年 6 月 30 日再融资被否企业汇总	215
6.2.1	公开增发被否企业基本情况及被否原因	216
6.2.2	非公开增发被否企业基本情况及被否原因	217
6.2.3	配股被否企业基本情况及被否原因	228
6.2.4	公司债被否企业基本情况及被否原因	228
6.2.5	可转债被否企业基本情况及被否原因	230
后记		231

导 论

中国证券市场从 1990 年上海和深圳交易所相继成立到现在，从无到有，从小到大，从不规范到比较规范，各项制度及法律法规相继出台并不断完善。中国的多层次资本市场的建设也逐渐成形，从主板到中小板再到创业板，以及场外交易（新三板）市场等。应该说，我国资本市场在走过的 20 年时间里，有成功亦有失败，但总的来看是成功远大于失败的。这可以从我国的发行制度演变及历年融资情况中得出这一结论。

中国的投资银行业务发展具体表现在发行监管、发行方式和发行定价三个方面。而这其中最为大家所熟知的，或是一提到发行制度自然想到的就是股票的发行制度，其实这里面还包括债券的发行制度，只是我国现阶段债券市场还远远不如我国的股票市场发达，股权融资的需求或偏好远大于债权融资，这与国外成熟的资本市场不同。所以我们这里也主要以股票发行制度的演变看我国资本市场的发行制度变迁与发展。

对于 IPO 及再融资的审核程序也是拟上市公司和已上市公司所关心的问题，自 1999 年 9 月 6 日中国证券监督管理委员会发布《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会条例》至今，我国发审制度已经进行了多次重大改革，现行的《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》经 2006 年 5 月 8 日中国证券监督管理委员会 179 次主席办公会议审议通过，并在 2009 年 5 月 13 日进行了修订。《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》规定：中国证券监督管理委员会设立主板市场发行审核委员会（主板发审委）、创业板市场发行审核委员会（创业板发审委）和上市公司并购重组审核委员会（并购重组委）。主板发审委、创业板发审委审核发行人股票发行申请和可转换公司债券等（中国证监会认可的其他证券的发行申请也适用本办法）。主板发审委审核在上海证券交易所上市和在深圳中小板上市的公司 IPO 及再融资，创业板发审委审核在深圳证券交易所创业板上市的公司 IPO 及再融资，在审核程序上，IPO 和再融资的程序基本相同，只是再融资相对简化一些。

1.1 中国股票发行制度演变

1.1.1 中国股票发行监管制度演变

发行监管制度的核心是股票发行权由谁决定。一般说来有三种类型：审批制、核准制和注册制，每一种发行制度都适应于一定的市场发展状况，或者说当时的市场环境决定了所采取的发行制度。

审批制是计划发行的模式，在 1999 年以前，我国发行监管制度主要以审批制为主，实行“额度控制”，征得地方政府或中央企业主管部门同意后，向所属证券管理部门正式提出发行股票的申请。经所属证券管理部门受理审核同意转报中国证监会核准发行额度后，公司可正式制作申报材料，提出上市申请，经审核、复审，由中国证监会出具批准发行的有关文件，方可发行。审批制的行政干预程度最高，适用于刚起步的资本市场。

核准制是从审批制向注册制过渡的中间形式，是指发行人在发行股票时，不需要各级政府批准，只要符合《证券法》和《公司法》等相关法律法规的要求即可申请上市。但是发行人要充分公开披露公司有关信息，证券监管机构有权否决不符合规定条件的股票发行申请。

注册制强调发行人申请发行股票时，必须依法将公开的各种资料完全准确地向证券监管机构申报。证券监管机构的职责是对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作形式审查，不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断，而是将发行人股票的良莠留给市场判断。注册制的基础是强制性信息披露原则，这种制度的市场化程度最高，其监管理念是只需将资本品的信息真实全面地公开，相信投资者都有足够强的判断能力，并且任何公司都有发行股票的权利，至于资本品能否卖出去、以什么价格卖出去，应完全由市场供求来决定，其风险也由投资者完全自主判断。

中国股票发行监管制度大致经历了四个阶段。

一、“额度管理”阶段（1993 ~ 1995 年）

主要做法是，国务院证券管理部门根据国民经济发展需求及资本市场实际情况，先确定总额度，然后根据各个省级行政区域和行业在国民经济发展中的地位和需要进一步分配总额度，再由省级政府或行业主管部门来选择和确定可以发行股票的企业（主要是国有企业）。在这个阶段共确定了 105 亿股发行额度，分两次下达，1993 年下达 50 亿股、1995 年下达 55 亿股，由省级政府或行业主管部门给选定的企业书面下达发行额度。这一阶段共有 200 多家企业发行，筹资 400 多亿元。

二、“指标管理”阶段（1996～2000 年）

这一阶段实行“总量控制、限报家数”的做法，由国务院证券管理部门确定在一定时期内应发行上市的企业家数，然后向省级政府和行业管理部门下达股票发行家数指标，省级政府或行业管理部门在上述指标内推荐预选企业，证券主管部门对符合条件的预选企业同意其上报发行股票正式申报材料并审核。1996 年、1997 年分别确定了 150 亿股和 300 亿股的发行量。这一阶段共有 700 多家企业发行，筹资 4 000 多亿元。1999 年 7 月 1 日开始实施《证券法》之后，虽然不再确定发行指标，但 1997 年指标的有效性一直持续到 2001 年。

三、“通道制”阶段（2001～2004 年）

我国于 2001 年 3 月实行了核准制下的“通道制”，也就是向各综合类券商下达可推荐拟公开发行股票的企业家数。只要具有主承销商资格，就可获得 2～9 个通道，具体的通道数以 2000 年该主承销商所承销的项目数为基准，新的综合类券商将有 2 个通道数。主承销商的通道数也就是其可申报的拟公开发行股票的企业家数。这一阶段共有 200 多家企业筹资 2 000 多亿元。通道制下股票发行“名额有限”的特点未变，但通道制改变了过去行政机制遴选和推荐发行人的做法，使得主承销商在一定程度上承担起股票发行风险，同时也真正获得了遴选和推荐股票发行的权力

四、“保荐制”阶段（2004 年 10 月份以后）

保荐制的全称是保荐代表人制度，这是中国证券监管部门目前正在推行的一种股票发行监管制度，保荐制的主体由保荐人和保荐机构两部分组成，满足一定条件和资格的人方可担任企业发行股票的保荐人，凡具有两个以上保荐人的证券公司（或资产管理公司）可成为保荐机构，并具备推荐企业发行上市的资格。保荐制就其本质来说，是希望对证券发行设立一个“第一看门人”，即保荐人，凭借其在保荐过程中对拟上市公司的洞察、了解和勤勉尽责，从而达到选择质地优良的公司上市，提高上市公司质量的目的。与通道制相比较，保荐制增加了由保荐人承担发行上市过程中的连带责任的制度内容，这是该制度设计的初衷和核心内容。保荐人的保荐责任期包括发行上市全过程，以及上市后的一段时期（比如两个会计年度）。

1.1.2 中国股票发行方式演变

从 1984 年至今，我国股票发行经历了多种多样的方式，由最初的自办发行到现在的网上申购定价发行，归纳起来大致有以下几种：

（1）自办发行。其主要特点是没有承销商，自办发行，面值不统一，发行对象多为内部职工和地方公众。

（2）有限量发售认购证。出现时间是在 1991～1992 年，股票发行采取有限

量发售认购证，出现认购证的抢购风潮，因深圳的“8·10事件”而中止。

(3) 无限量发售认购证。1992年12月17日国务院发布的《国务院关于进一步加强对证券市场宏观管理的通知》确认了这种发行方式。此方式避免了有限量发行方式的主要弊端，但认购量的不确定性造成认购成本过高。

(4) 无限量发售申请表方式与银行储蓄存款挂钩方式。1993年8月18日国务院颁布《1993年股票发售与认购办法》确立此方式，与无限量发行认购证相比降低了发行成本，但出现了高价转售中签表的情况。

(5) 上网竞价方式。只在1994年哈岁宝等几只股票采用过，之后未再采用。

(6) 全额预缴、比例配售。包括“全额预缴、比例配售、余款即退”和“全额预缴、比例配售、余款转存”。前者的资金效率更高。

(7) 上网定价发行。是利用交易所网络系统进行的“全额预缴、比例配售、余款即退”发行方式，是已采用过的方法中最完善的一种，1996年以来被普遍采用。

(8) 基金及法人配售。1998年8月11日证监会规定：公开发行业5000万股及以上的新股均可向基金配售；发行5000万股以下的向基金配售。1999年7月28日规定：股本总额4亿元以下的公司，仍采用上网定价、全额缴款或与储蓄存款挂钩的方式发行股票；股本总额在4亿元以上的公司可采用对一般投资者上网发行和对法人配售相结合的方式发行股票。2000年4月规定公司发行股票均可向法人配售。

(9) 向二级市场投资者配售。2000年2月13日证监会颁布《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的通知》，规定在新股发行时将一定比例的新股由上网公开发行改为向二级市场投资者配售，投资者根据持有证券的市值折算申购限量，自愿申购。

(10) 上网发行资金申购。2006年5月20日，深、沪证券交易所分别颁布了股票上网发行资金申购实施办法，股份公司通过证券交易所交易系统采用上网资金申购方式公开发行股票。2008年3月在IPO中首次采用网下发行电子化方式，标志着我国证券发行网下发行电子化的启动。

网下发行均存在发行环节多、认购成本高、效率低的情况，而上网竞价和上网定价的网上发行方式对于投资者更便捷，效率更高。

1.1.3 中国股票发行定价演变

股票的发行价格决定着发行人、券商和投资者的多方利益，因此，股票如何定价是公司发行股票过程中各方最为关心的问题。

我国的新股发行定价在沿着市场化和法制化的轨道上经历了许多波折，归纳

起来有以下几个阶段:

一、固定价格阶段

证券市场建立以前,我国公司股票大部分按照面值发行,定价没有制度可循。证券市场建立初期,即20世纪90年代初期,公司在股票发行的数量、发行价格和市盈率方面完全没有决定权,基本上由证监会确定,大部分采用固定价格方式定价。从1994年开始,我国进行发行价格改革,曾在一段时间内实行竞价发行,即在发行前由主承销商和发行人在国家规定的范围内,根据市盈率法协商确定新股发行定价。当时由于股票市场规模太小,股票供给与需求极不平衡,股票发行定价往往较高,只有四家公司试点,以后没有再使用。

二、相对固定市盈率定价方法

证券法实施以前(1996~1999年),新股发行定价使用的是相对固定市盈率的定价方法,新股的发行价格根据企业的每股税后利润和一个相对固定的市盈率水平来确定,即:

$$\text{股票发行价格} = \text{每股税后利润} \times \text{发行市盈率}$$

其中,市盈率水平一般定在12~15倍,并以15倍为上限。在此期间,由于股票发行方式和发行价格均带有明显的行政色彩,发行市盈率与二级市场的平均市盈率脱节,造成股票发行价格和二级市场交易价格之间的巨大差异,新股上市当天有50%~250%的涨幅,由此导致一系列问题:(1)巨额资金滞留在一级市场上专门申购新股。(2)中小投资者的利益受到损害,严重影响广大中小投资者的投资热情。因为中小投资者资金量小,一级市场的中签希望较小,久而久之,失去了长期不懈摇号购买新股的信心,绝大多数人因此不得不去二级市场冒险,公平、公正的原则在此得不到体现。(3)增加了二级市场的风险。由于一级市场与二级市场的利差,使新股风险加大,新股一进入二级市场市盈率就较高,持股风险加大。

三、累积投标定价

1999年7月1日生效的《证券法》规定,股票发行价格由发行人和承销商协商后确定,表明我国在证券市场的价格机制上,向市场化迈进了一大步。

2000年6月19日上网定价发行的“宁波波导”和“诚志股份”是最先采用将网下询价并对股价上限放开的两只股票。“宁波波导”在招股说明书中写到“本次发行总量不少于4000万股,发行价格下限为8.28元/股。本次发行按法人投资者预约申购情况并考虑到募集资金需求总量,确定最终发行价格和最终发行总股数”。

在此之后,新股发行定价开始突破传统的市盈率限制,采取路演和向机构投资者询价的发行方式,具体采用了“总额一定,不确定发行量,价格只设底价,

不设上限”做法。市场运行的结果是新股发行市盈率大幅提高。2000 年首发新股闽东电力竟以 88.69 倍的市盈率创出历史新高，其计划募集资金 4.7 亿元，实际募集资金竟达到 11.5 亿元。

2001 年证监会发布《新股发行上网竞价方式指导意见》明确了累计投标定价方式。

实施市场化较强的累计投标定价方式，最初的本意是以高价发行新股，使新股的申购获利机会减少，从而迫使部分一级市场申购资金分流进入二级市场，减少二级市场的波动，从而有利于股票市场的平稳发展。在实际操作中，虽然市场化的新股发行定价一定程度上抑制了部分个股的炒作，但这种市场化改革没有达到预期效果，随着成本提高，市场以更高的价格炒作，一、二级市场价差依然巨大。2000 年新股发行市盈率前 10 名股票的平均价差为 134%，巨大的价差使大量资金仍然聚集在一级市场。此外，由于高价发行新股，使上市公司获得了比预期更多的资金，上市公司过度融资的现象日益严重。以闽东电力为例，由于超过预定募集资金目标，产生了大量的闲置资金，2000 年其与几家证券公司签订了 3.6 亿元的委托理财合同，到 2001 年，募集资金投入使用的只有 39%，60% 的资金存入银行。这种现象降低了资本市场的资源配置效率，浪费了社会资源。

四、控制市盈率定价

2001 年下半年由于国有股减持引发股市大幅下挫，几乎所有按市场定价发行的新股都跌破了上市首日的收盘价，甚至不少股票跌破发行价，使投资者承担了高价发行的巨大风险。管理层也注意到市场化发行的种种弊端，于是在 2001 年下半年，在首发新股中重新采用控制市盈率的做法。

与原有传统的市盈率定价方式相比，新方法在两个方面作出了调整：一是发行价格区间的上下幅度约为 10%，二是发行市盈率不超过 20 倍。券商和发行人只能在严格的市盈率区间内通过累积投标询价决定股票的发行价格，因此也可称其为“半市场化”的上网定价发行方式。从发行市场的实际运作情况看，首次公开发行的市盈率基本保持在 18 倍左右。

五、市场询价制度

2004 年 12 月 11 日，中国证监会发布了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》（证监发行字〔2004〕162 号）及配套文件《股票发行审核标准备忘录第 18 号——对首次公开发行股票询价对象条件和行为的监管要求》，规定首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向询价对象进行询价的方式确定股票发行价格，从而确定了股票发行询价制度。2005 年 1 月 1 日开始试行首次公开发行股票询价制度。

询价制度的出台对证券市场发展具有重大意义，标志着我国首次公开发行股票市场化定价机制的初步建立。询价制度改革和完善了股票发行机制，机构投资